



MAKRO

MĚSÍČNÍ STRATEGIE - DLUHOPISY A MĚNY

**ČESKÁ
SPŮRITELNA**
Jsme Vám blíž.

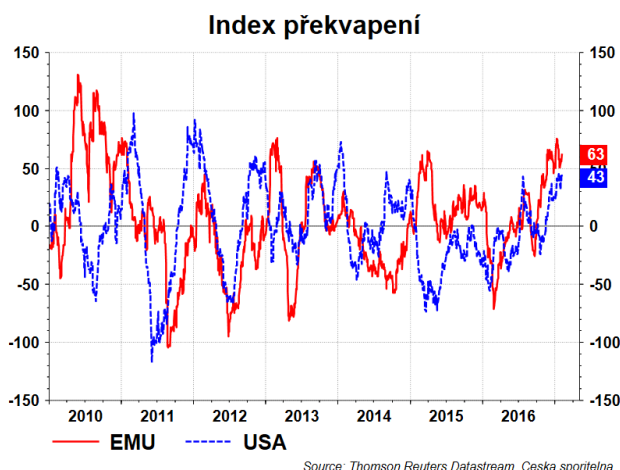
ČR	31.1.2017	1M	6M
CZK/EUR	27,0	27,0	26,5
3M Pribor	0,28	0,28	0,27
2Y IRS	0,39	0,44	0,42
10Y IRS	1,07	1,12	1,09
USA		1M	6M
USD/EUR	1,07	1,05	1,07
3M Libor	0,93	1,03	1,27
2Y IRS	1,50	1,50	1,59
10Y IRS	2,36	2,77	2,56
Eurozóna		1M	6M
3M Euribor	-0,33	-0,33	-0,33
2Y IRS	-0,15	-0,15	-0,16
10Y IRS	0,81	0,80	0,79

Hlavní trhy (USA a EMU) a další globální témata

David Navrátil, Jiří Polanský

research@csas.cz

Začátek roku vzbuzuje mírný optimismus



Vývoj reálné ekonomické aktivity na začátku letošního roku se zdá být na cestě směrem ke zlepšení. A to nejen v USA, kde cyklická pozice (i přes rozkolísanost

investic) je již delší dobu relativně slušná, tak i v eurozóně. Ekonomiky především na jihu se začínají snad již konečně pozvolna zotavovat z následků nepříznivého vývoje posledních let. Rizika ale zůstávají výrazná.

USA: Letos dvoje zvýšení sazeb + nejistý Trump

Ekonomická aktivita v USA je solidní a navíc je dle nás i na vzestupu. HDP letos poroste kolem 2,3%, když vedle silné a stabilní spotřeby domácností se oživí i investice. Trh práce zůstane silný. Aktuálně je míra nezaměstnanosti kolem 4,8%, ale příznivá je především vyšší míra participace. Ta indikuje, že na trh práce by se mohli vzhledem k jeho síle začít vracet lidé, kteří předtím hledání zaměstnání vzdali. Navíc se dá čekat, že spolu s vysokou tvorbou nových pracovních míst a nízkou mírou nezaměstnanosti výrazněji v budoucnu zrychlí také mzdový růst.

Trh práce - pracovní místa a žádosti o podporu



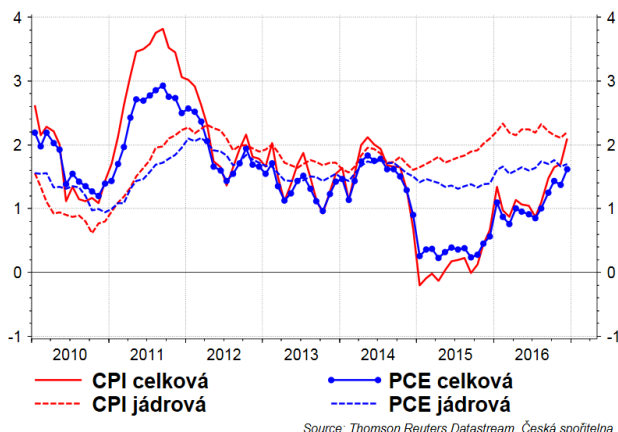
Silná domácí poptávka a trh práce a v budoucnu také vyšší mzdový růst ještě více zvýší inflační tlaky. V současné době se již pohybuje inflace kolem 2% s tím, že její prognóza indikuje zvýšení nad 2%.

FED bude s velkou pravděpodobností v letošním roce zvyšovat sazby. To souvisí s tím, že aktuální změna sazeb ovlivní inflaci až za zhruba 12-18 měsíců (tzv. horizont měnové politiky). Jinými slovy to znamená, že FED necílí současnou inflaci, se kterou nemůže již nic výraznějšího dělat, ale až tu budoucí za zhruba rok až rok a půl. To znamená, že pokud by nyní FED

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Vyhlášky o poctivé prezentaci investičních doporučení (114/2006 Sb.) jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

zaspal a ohledně inflačních tlaků mu ujel vlak, tak se inflace může rozjet a trvalo by delší dobu, než by ji zkrotil.

USA: různé definice inflace



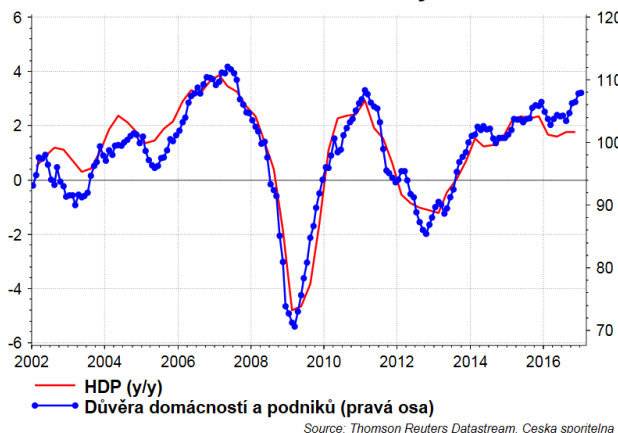
Pro letošní rok čekáme 2 zvýšení úrokových sazeb FEDu. K prvnímu by mohlo dojít zhruba v polovině roku a ke druhému na jeho konci. Trh čeká ještě o jedno zvýšení více.

Tato očekávání jsou již nicméně trhem zachycena, a proto ani po nich by se neměla projevit ve výraznějším posílení kurzu dolaru.

Navíc Trumpova administrativa se může snažit v rámci svých možností o to, aby byl kurz dolaru k euru slabší.

EMU: Zlepšuje se situace na jihu?

EMU: růst HDP a ekonomický sentiment



Ekonomická aktivita v eurozóně v závěru loňského roku zrychlila. Ačkoliv první odhady vývoje růstu HDP za čtvrté čtvrtletí vyjdou až příští týden, různé předstihové indikátory naznačují zlepšení domácí poptávky, sentimentu i inflačních tlaků. Některá data

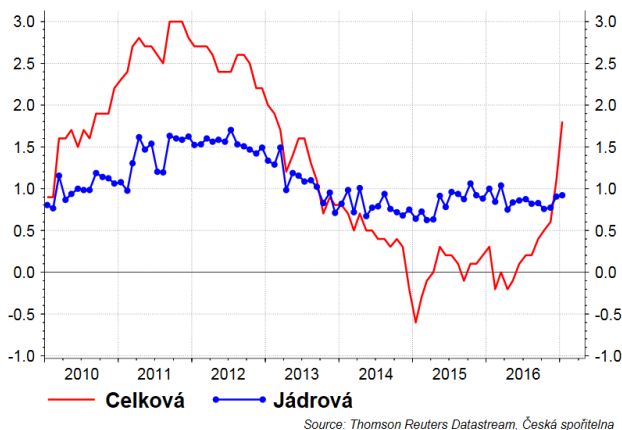
ale zůstanou na měsíční bázi pravděpodobně vysoce volatilní.

Vývoj v některých zemích EMU (např. v Německu) je příznivý již delší dobu. Ale až v nedávné době mohou některá data signalizovat, že se zlepšuje i jih. PMI se v klíčových zemích jihu (Francie, Itálie, Španělsko) dostalo pevněji nad hranici 50ti bodů, nezaměstnanost za celou EMU pozvolna klesá (byť stále relativně pomalu) a zvyšují se výrobní ceny. To vše vzbuzuje mírný optimismus, ačkoliv rizika v podobě brexitu, blížících se voleb ve Francii a Německu či situace kolem italských bank stále mohou mít v případě jejich naplnění negativní dopady.

Navíc v eurozóně začínají růst úvěry podnikům, což může být předzvěst více robustnějšího oživení.

Inflační tlaky v eurozóně jako celku jsou stále ale i přes zlepšení relativně mírné. I proto ECB přistoupila v závěru loňského roku k prodloužení programu nákupů dluhopisů až do konce letošního roku. V tomto ohledu čekáme, že ECB toto nastavení v letošním roce pravděpodobně nezmění. Na druhou stranu se ale díky růstu inflace v Německu, která je nyní 1,9%, může zvýšit na ECB tlak v tom smyslu, aby uvolněnou politiku začala postupně utahovat. K tomu by mohlo dojít dle nás až v roce 2018, kdy ECB kvantitativní uvolňování opustí.

EMU: CPI inflace



K růstu sazeb v eurozóně by mohla ECB přistoupit až na začátku roku 2019, kdy se míra nezaměstnanosti výrazněji sníží a trh práce tak začne více přispívat k růstu inflačních tlaků.

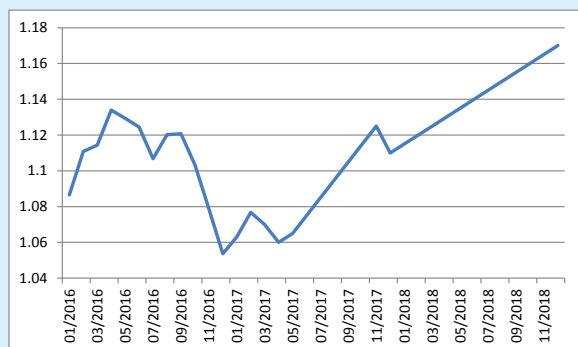
Výhled pro USD/EUR a výnosy

Trumpův protekcionismus povede pravděpodobně, pokud tuto myšlenku nový americký prezident časem neopustí, k vyšší inflaci. Pracovní síla totiž v USA je

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Vyhlášky o poctivé prezentaci investičních doporučení (114/2006 Sb.) jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

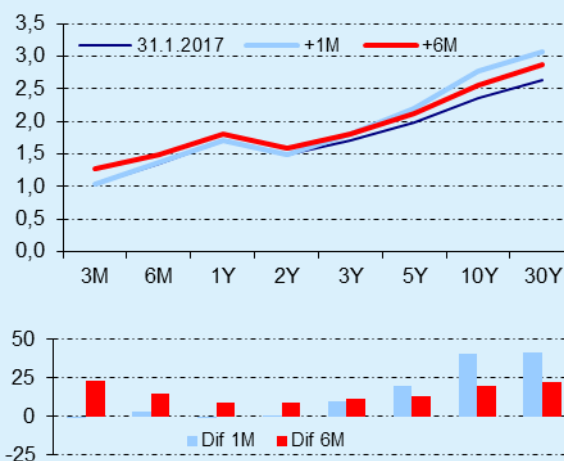
výrazně dražší než například v Mexiku, což pak následně firmy přenesou na zákazníky v podobě vyšších cen.

Vyšší inflace v USA pak bude také oslabovat kurz dolaru k euru. Postupně se k tomuto vlivu přidá také zlepšení ekonomické aktivity v eurozóně a s ním související postupné utahování měnové politiky v EMU. K tomu by mělo dojít v příštím roce.

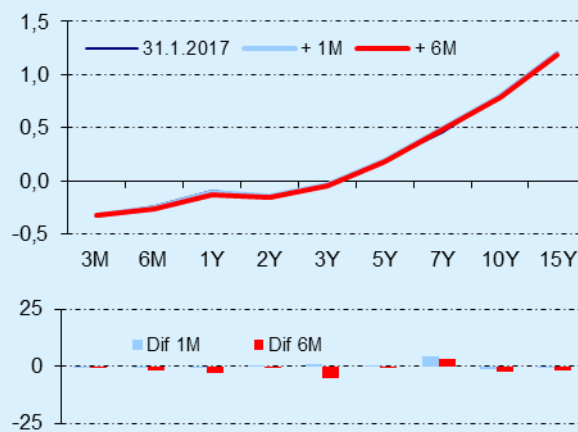

Graf: Výhled kurzu USD/EUR


Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg

zvýšit. Více se to ale týká především USA. V eurozóně by k růstu výnosů mohlo dojít až na konci letošního roku spolu s tím, jak ECB oznámí způsob ukončení QE.


Graf: USA - Výnosová křivka (swapy)


Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg


Graf: EMU - Výnosová křivka (swapy)


Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg

Díky vyšším inflačním očekáváním se zvýšily výnosy amerických či německých dluhopisů. Díky vyšší inflaci jak v USA, tak i eurozóně by se v obou těchto ekonomikách měly během letošního roku výnosy ještě

Česká republika

Jiří Polanský

jpolansky@csas.cz

ČNB: Podle očekávání beze změny

Měnověpolitické zasedání nepřineslo žádnou zásadnější změnu. ČNB ponechala úrokové sazby beze změny, stejně jako kurzový závazek. I nadále tak ČNB komunikuje, že exit nebude během prvního čtvrtletí a že bankovní rada očekává opuštění závazku zhruba v polovině letošního roku.

ČNB představila svou novou prognózu. Ta je více proinflační s porovnáním s jejich předcházející z listopadu. Pro letošní rok bude dle ČNB inflace v průměru na 2,4% a příští rok na 2,2%. Pro srovnání my očekáváme inflaci letos na 2,2% a příští rok na 1,9%. Celkově tak bude inflace podle ČNB vyšší, což dle nás znamená, že inflační vývoj již nyní zhruba splňuje podmínky pro to, aby byl udržitelný. Jinými slovy šance, že by se inflace nečekaně výrazněji snížila je nyní spíše menší. ČNB tak ohledně

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Vyhlášky o poctivé prezentaci investičních doporučení (114/2006 Sb.) jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.

načasování exitu může být celkem optimistická a může si ho načasovat dle své preference.

Exit je nyní nejvýhodnější v dubnu

Z hlediska načasování ukončení kurzového závazku je dle nás největší pravděpodobnost, že to bude v dubnu. Výrazné inflační překvapení ze závěru loňského roku, kladný inflační výhled a silný příliv zahraničního kapitálu zvyšují šanci, že ČNB ukončí závazek hned na začátku druhého čtvrtletí. ČNB může mít nicméně motivaci pro ukončení závazku až v polovině roku, jak sama komunikuje, ale z hlediska vlivu na inflaci budou mít obě možnosti podobný dopad a exit v půlce roku by tak především znamenal, že ČNB by musela akceptovat dva měsíce silných intervencí navíc.

Počítejme s tím, že ČNB bude ohledně ukončení závazku pravděpodobně čím dál tím víc mlžit. ČNB totiž potřebuje pokusit se trhy zmást. Když by ČNB oznámila datum exitu dopředu, jen by přilákala o to víc zahraničního spekulativního kapitálu, který by se snažil na poslední chvíli využít situace před exitem, a to není v jejím zájmu. Z pohledu ČNB je naopak ideální, kdyby trhy uvěřily možnosti exitu v polovině roku a ČNB mohla „nečekaně“ udělat exit v dubnu.

O rozhodnutí ukončit kurzový závazek nemusí ČNB čekat na řádné měnověpolitické zasedání. Bankovní rada se schází každý čtvrtek a může na seznam projednávané agendy přidat bod týkající se ukončení kurzového závazku. Navíc může bankovní rada zasednout i mimořádně v kterýkoliv den.

Pravděpodobnost záporných sazeb nižší

Pravděpodobnost zavedení záporných sazeb je stále nízká. Navíc čekáme, že s novou bankovní radou (M. Mora a O. Dědek namísto L. Lízala a P. Řežábka) se šance na zavedení záporných sazeb ještě sníží. Pokud by se ale výrazně zvýšil příliv zahraničního kapitálu, může ČNB záporné sazby zvolit jako možnost, jak snížit příliv zahraničního kapitálu. Stále si ale myslíme, že daleko lepší v dané situaci (kdy inflace je již relativně pevně na cíli) spíše ukončit závazek než snižovat sazby.

CZK: Kurz posílí jen mírně

S každým dalším přílivem zahraničního kapitálu se snižuje šance, že koruna po exitu posílí. Koruna je již nyní výrazně překoupená a spekulanti tak po exitu nenajdou protistranu. Poptávku po korunách tvoří exportéři a část investic (ty střednědobé, když například se zahraniční firma rozhodne postavit v ČR továrnu), což může být kolem 100-150 mld Kč. Objem spekulativního kapitálu je

ale již nyní kolem 700 mld a pokud se značná část spekulantů rozhodne po ukončení závazku korunu prodat zpět za eura, budou těmito transakcemi táhnout kurz koruny směrem ke slabším hodnotám.

My čekáme, že kurz koruny mírně posílí zhruba o 2%. V následujících čtvrtletích pak bude postupně díky konvergenci české ekonomiky k eurozóně postupně trendově posilovat. Toto trendové posilování bude mírně nad 1,5% ročně. Nicméně v prvních letech po exitu mohou hrát roli opět zahraniční spekulanti, kteří se budou snažit chytit prodávat korunu a tím budou posilování brzdít.

Nejistota ale zůstává vysoká. Kurz koruny především v období těsně po exitu totiž může mít tendenci na výraznější posílení či dokonce i oslabení. V prvním případě by k tomu došlo tím, že část zahraničních investorů by si vyhodnotila mírné posílení koruny jako začátek většího posilování a začala by korunu v očekávání dalšího zisku nakupovat. V tomto případě by ale zasáhla ČNB, která by kurz hlídala a přes intervence nepustila k výraznějšímu posílení. Naopak jen mírné posílení koruny může po exitu investory odradit úplně, mohou ukončit své pozice a korunu prodat se ztrátou. V tom případě by kurz dokonce oslabil nad 27 Kč/euro. Pokud ale budou investoři věřit v postupné posilování kurzu ve střednědobém horizontu a nebude je tlačit čas, mohou si spíše raději několik dalších čtvrtletí počkat.

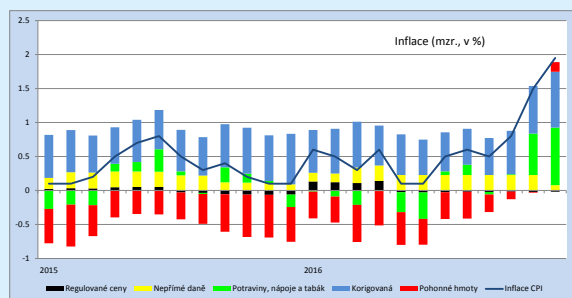
Reálná ekonomika a ceny

V závěru loňského roku se zlepšila ekonomická situace v eurozóně. Ačkoliv zatím ještě nebyly zveřejněny údaje o růstu HDP za 4. čtvrtletí, různé předstihové indikátory a měsíční data naznačují, že eurozóna se ožívá rychleji, než se během loňského roku čekalo. To se pak následně přenáší v podobě zahraniční poptávky a dovážených inflačních tlaků také do ČR.

Cyklická pozice české ekonomiky se tak na přelomu loňského a letošního roku zlepšila. Růst ekonomiky táhne jak domácí, tak i zahraniční poptávka. Míra nezaměstnanosti se v současné době pohybuje kolem 3,6% a je tak výrazně příznivá. Kladná jsou také očekávání domácností (sentiment) a slušně rostou i mzdy (ačkoliv se v nich negativně projeví rostoucí inflace). Tento vývoj by měl ještě nějakou dobu vydržet, ačkoliv brexit či možná ekonomická rizika ohledně blížících se voleb ve Francii a v Německu jsou stále relativně výrazná.

Inflace je zhruba na 2% cíli. Za tímto vývojem stojí výrazný růst cen potravin, rostoucí ceny ropy, silná domácí poptávka a vyšší mzdové náklady firem. Eurozóna stále působí protiinflačně, nicméně tento vliv se zmenšuje. V letošním roce se bude inflace pohybovat mírně nad inflačním cílem, což umožní ČNB opustit kurzový závazek

bez výraznějších obav, že by se inflace výrazněji snížila. Rizikem je jen obtížně predikovatelný vývoj cen potravin.


Graf: Struktura inflace


Zdroj: Česká spořitelna, ČNB

Dluhopisy & swapy

Jiří Polanský

jpolansky@csas.cz

Státní rozpočet v letošním roce

Přebytek státního rozpočtu dosáhl v lednu zhruba 9 mld Kč. To bylo výrazně méně než v loňském roce (přebytek v lednu 2016 zhruba 46 mld). Důvodem byl především nižší příliv financí z EU fondů. V lednu 2016 totiž přitekly výrazný objem peněz z EU, který byl spojen s výraznými veřejnými investicemi z roku 2015. V loňském roce byl ale objem veřejných investic výrazně nižší, což se pak následně projevilo nyní v lednu 2017 na nižším přílivu peněz z EU.

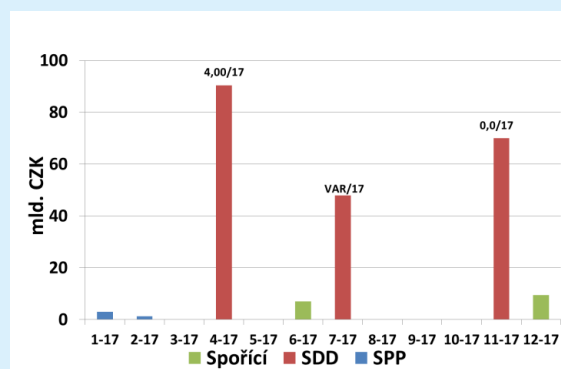
Cyklická pozice české ekonomiky ale na začátku letošního roku dále zesílila, což se pak následně projevilo na vyšších daňových příjmech v porovnání s loňským rokem (o 6 mld vyšší).

V letošním roce dosáhne dle nás deficit státního rozpočtu zhruba 30 mld Kč, když Ministerstvo financí počítá se schodkem 60 mld. Hlavními důvody pro příznivější než schválený schodek státního rozpočtu budou především příznivější ekonomický vývoj v letošním roce, který se projeví ve vyšších daňových příjmech, a také snaha vlády mít určitý polštář. Ten se projevuje v tom, že s ohledem na veřejné mínění je pro vládu lepší, když celkový deficit bude příznivější než schválený, než by tomu bylo naopak. Na druhou stranu bude ve směru vyššího deficitu působit volební rok, kdy se dá očekávat růst veřejných výdajů včetně investic, a také nižší objem financí z EU fondů.

Celkové finanční potřeby státu v letošním roce

Celkové finanční potřeby státu by mohly v letošním roce dosáhnout zhruba 230-270 mld Kč. Ty se budou odvíjet od čtyř faktorů. Zaprvé to bude deficit státního rozpočtu (30 mld Kč). Zadruhé to budou splátky úvěrů (MMF, EIB apod). Ty dosáhnou v letošním roce zhruba 1,7 mld. Kč. Zatřetí to budou dluhopisy a pokladniční poukázky splatné v letošním roce. A začtvrté na velikost finančních potřeb státu budou mít vliv také výměnné operace MF.

V letošním roce maturují státní dluhopisy a pokladniční poukázky v hodnotě zhruba 230 mld Kč, z čehož tvoří výraznou část dluhopisy (208 mld). Ty postupně maturují v dubnu, červenci a listopadu.


Graf: Dluhopisy a pokladniční poukázky splatné v 2017 ve formě kupón/rok splatnosti


Zdroj: Ministerstvo financí, Česká spořitelna

MF také může v letošním roce využít výměnných operací, čímž si může snížit objemy jednotlivých maturujících dluhopisů. Část dluhopisů maturujících v letošním roce by mohla být vyměněna za dluhopisy s delší dobou splatnosti. Takto to MF udělalo například v loňském roce. Pomocí těchto potenciálních výměnných operací by si MF mohlo snížit finanční potřeby v letošním roce řádově o desítky miliard korun (v 2016 došlo ke snížení o 20 mld. korun).

Mimo běžně státní dluhopisy v roce 2017 maturuje také 16,5 mld. korun spořicí dluhopisů a 4,2 mld. korun pokladničních poukázek.

Emisní politika v letošním roce

Pro letošní rok čekáme, že Ministerstvo financí pokryje převážnou část státních finančních potřeb emisí dluhopisů a bude pokračovat v trendu nahrazování pokladničních poukázek vydáváním dluhopisů s dobou splatnosti do 3

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Vyhlášky o poctivé prezentaci investičních doporučení (114/2006 Sb.) jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.



let. Dále nečekáme, že by MF v 2017 vydalo spořicí či cizoměnové dluhopisy.

V tuto chvíli očekáváme, že ČNB ukončí kurzový závazek v dubnu. Po tomto exitu by se měl částečně normalizovat vývoj výnosů na kratším konci výnosové křivky směrem nahoru spolu s tím, jak opadne zájem zahraničních investorů či spekulantů o české státní dluhopisy a pokladniční poukázky. Pro první čtvrtletí plánuje MF vydat dluhopisy za celkem zhruba 60 mld Kč.

Na druhou stranu ale nečekáme, že by se po ukončení kurzového závazku měla výnosová křivka nějak výrazněji zvýšit. Na kratším konci čekáme sice pohyb směrem nahoru, nicméně také očekáváme, že značná část spekulantů své pozice po exitu neukončí. Jak je psáno výše, roční poptávka po korunách je několikanásobně nižší než nabídka korun, což bude mít za následek to, že zahraniční investoři si budou muset počkat i několik let než se jim podaří najít protistranu k výměně korun za eura za pro ně příznivý kurz. Jinými slovy budou po tuto dobu stále zůstávat v českých dluhopisech a tak vysoká poptávka po nich nedovolí výnosům na kratším konci výrazněji růst.

Emisní kalendář na únor

Pro únor MF naplánovalo celkově 6 aukcí státních dluhopisů ve 2 aukčních dnech, ve kterých plánuje prodat dluhopisy v hodnotě zhruba 27 mld. korun v konkurenční části aukce.

První datum aukce bude 8.2. MF bude nabízet tyto dluhopisy (dluhopisy jsou uvedeny ve formě kupon/rok splatnosti): 0,0/20 v maximální hodnotě 5 mld, 0,45/27 v maximální hodnotě 4 mld a 0,25/27 v maximální hodnotě 5 mld. Druhá aukce proběhne 22.2.: 0,0/20 v maximální hodnotě 6 mld, 0,0/22 v maximální hodnotě 3 mld a 0,95/30 v maximální hodnotě 4 mld.

MF na únor plánuje také 4 aukce pokladničních poukázek v celkové maximální jmenovité hodnotě 20 mld. korun.

Výhled pro výnosy českých státních dluhopisů

V druhé polovině ledna se výnosy českých státních dluhopisů zvýšily. Podobně se zvyšovaly i výnosy německých dluhopisů.

Za růstem výnosů stálo několik faktorů. Jednak to byla vyšší inflace jak v ČR, tak i v Německu. Vedle toho na růst výnosů působí také rostoucí optimismus na trhu spojený se zlepšením výhledu ekonomické aktivity v eurozóně a rostoucími inflačními tlaky. Dalším vlivem je zvolení D. Trumpa americkým prezidentem, jehož protekcionistická politika bude pravděpodobně proinflační. A vliv má také očekávané zvyšování sazeb americkým FEDem.

Výnosy českých 10Y dluhopisů se nyní pohybují kolem zhruba 0,45%. Pro druhou polovinu letošního roku čekáme jejich mírné zvýšení nad 0,5%, když ve směru vyšších výnosů budou působit výše zmíněné faktory. V roce 2018 se výnosy 10Y dluhopisů dle nás dále zvýší, když se v nich kladně projeví postupné ukončování silně uvolněné měnové politiky v eurozóně.



Graf: Výnosy 10Y českých státních dluhopisů



Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg



Graf: Výnosy 3Y českých státních dluhopisů



Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg

Také výnosy 3Y českých státních dluhopisů šly od druhé poloviny ledna nahoru, když ze dna -0,7% se zvýšily na současných zhruba -0,24%. Stále se v nich ale projevuje silná poptávka od nerezidentů, kteří jsou ochotní akceptovat záporné výnosy, protože po ukončení kurzového závazku očekávají posílení koruny, které jim podle jejich očekávání přinese zisk (prodají koruny při silnějším kurzu a tím získají více eur).

Jak bylo zmíněno výše, exit z kurzového závazku bude mít za následek především zvýšení výnosů na kratším konci křivky. Na dlouhém konci křivky se budou výnosy

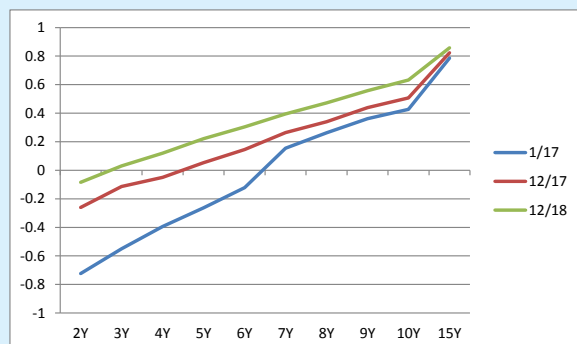
Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Vyhlášky o poctivé prezentaci investičních doporučení (114/2006 Sb.) jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.



zvyšovat jen relativně pomaleji. Rizika vidíme mírně směrem nahoru.



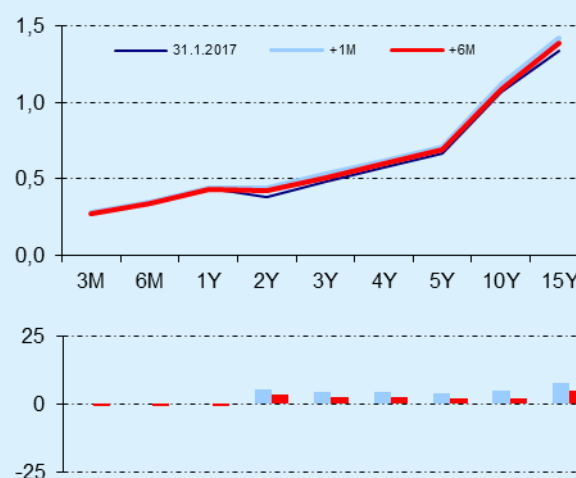
Graf: CZ - Výnosová křivka (bondy)



Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg



Graf: CZ - Výnosová křivka (swap)



Zdroj: Česká spořitelna, Bloomberg

Swapy

Podobně jako v případě dluhopisů rostly v druhé polovině ledna i swapové sazby. Pro nejbližší čtvrtletí očekáváme, že by swapové sazby měly spíše stagnovat či jen mírně růst díky rostoucím inflačním tlakům.



Tabulka: Centrální banky

	Klíčová sazba (%)	Nejbližší zasedání	Prognóza ČS změna (bp)	Očekávání trhu (bp)	Poslední změna (bp)	Nejbližší očekávaná změna (bp)
ČR (2T repo)	0.05	30.3.	0	0	-25 / XI-12	+25/2019, exit/IV-16
USA (Fed funds)	0.50-0.75	14.3.-15.3.	0	0	+25 / XII-16	+25/VI-17
Eurozóna (depo)	-0.40	9.3.	0	0	-0,1 / III-16	+10/2019

Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna

Důležitá upozornění (tzv. „disclaimer“), včetně případného konfliktu zájmů, dle Vyhlášky o poctivé prezentaci investičních doporučení (114/2006 Sb.) jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na: <http://www.investicnicentrum.cz/analyzyupozorneni>. Historie vydaných investičních doporučení je k dispozici v Měsíčních strategiích, které jsou dostupné na webové adrese: www.investicnicentrum.cz.



<http://www.csas.cz/analiza>

1. Kontakty

Odbor Ekonomické a strategické analýzy

Hlavní ekonom	David Navrátil	+420/956 765 439	dnavratil@csas.cz
Makroekonomický tým:			
ČR, makroekonomická prognóza	Jiří Polanský	+420/956 765 192	jpolansky@csas.cz
ČR ekonomika a fixed income	Jana Urbánková	+420/956 765 456	jurbankova@csas.cz
ČR a bankovní sektor	Michal Škořepa	+420/956 765 172	mskořepa@csas.cz
Hlavní ekonomiky (EMU,USA), komodity	Roman Sedmera	+420/956 765 391	rsedmera@csas.cz
Akciový tým:			
Head, Utilities, F&B, O2 CR, Pegas	Petr Bártek	+420/956 765 227	pbartek@csas.cz
Zahraniční trhy	Jan Šumbera	+420/956 765 218	jsumbera@csas.cz
Technická analýza, CZ akciový trh	Pavel Smolík	+420/956 765 434	pasmolik@csas.cz
EU Office a sektorové analýzy:			
	Tomáš Kozelský	+420/956 718 013	tkozelsky@csas.cz
	Tereza Hrtúsová	+420/956 718 012	thrtusova@csas.cz
	Radek Novák	+420/956 718 015	radeknovak@csas.cz
Poradenství a strukturální analýzy	Petr Zahradník	+420/956 765 213	pzahradnik@csas.cz

Financial Markets - Wholesale & Trading and Financial Institutions

Director	Libor Vošický	+420/956 765 800	lvosicky@csas.cz
Group Positioning	Robert Novotný	+420/956 765 817	rnovotny@csas.cz
Markets Strategist	Miroslav Plojhar	+420/956 765 520	mplojhar@csas.cz
Corporate Treasury Sales & Structuring	Tomáš Pícek	+420/956 765 511	tpicek@csas.cz
Institutional Fixed Income Sales	Ondřej Čech	+420/956 765 577	ocech@csas.cz
Institutional Equity Sales	Michal Řízek	+420/956 765 537	mřízek@csas.cz
Institutional Asset Management	Petr Holeček	+420/956 765 453	pholecek@csas.cz
Trading	Ivan Kaspar	+420/956 765 541	ikaspar@csas.cz
Financial Institutions	Stanislav Šnajdr	+420/956 765 105	ssnajdr@csas.cz
Correspondent Banking	Jana Gabrielová	+420/956 765 346	jgabrielova@csas.cz
Debt Capital Markets	Tomáš Černý	+420/956 765 205	tcerny@csas.cz

Financování a poradenství

Ředitel	Jan Seger	+420/956 714 130	jseger@csas.cz
Syndikované a klubové financování	Zbyněk Pěla	+420/956 765 963	zpela@csas.cz
Akviziční financování	Martin Viliš	+420/956 713 970	mvilis@csas.cz
Corporate finance	Antonín Piskáček	+420/956 765 810	apiskacek@csas.cz
Projektové a exportní financování	Lenka Tomanová	+420/956 714 020	ltomanova@csas.cz

Erste Group Research

Head of Group Research	Friedrich Mostböck	+43 501 00 119 02	friedrich.mostboeck@erstegroup.com
Head of CEE Equities	Henning Esskuchen	+43 501 00 196 34	henning.esskuchen@erstegroup.com
akcie – sektor průmysl	Christoph Schultes	+43 501 00 115 23	christoph.schultes@erstegroup.com
akcie – sektor základních materiálů a realit	Franz Hoerl	+43 501 00 18 506	franz.hoerl@erstegroup.com
akcie – realitní sektor	Martina Valenta	+43 501 00 11 913	martina.valenta@erstegroup.com
akcie – sektor telekomunikace	Maria Veronika Sutedja	+43 501 00 17 905	mariaveronika.sutedja@erstegroup.com
akcie – sektor farmacie	Vladimíra Urbánková	+43 501 00 17 343	vladimira.urbankova@erstegroup.com
akcie – sektor IT	Daniel Lion	+43 501 00 174 20	daniel.lion@erstegroup.com
akcie – sektor pojišťovnictví a bankovníctví	Thomas Unger	+43 501 00 173 44	thomas.unger@erstegroup.com
Head of Major Markets & Credit	Gudrun Egger	+43 501 00 119 09	gudrun.egger@erstegroup.com
Head of CEE Macro / Fixed Income Research	Juraj Kotian	+43 501 00 173 57	juraj.kotian@erstegroup.com

